



# CARTA MENSAL

## #novembro/2022



Gilberto Kfour Jr.  
CIO BNP Paribas Asset Management

**“No cenário externo, notamos avanços positivos nas 3 principais frentes de risco para a economia global, com o Federal Reserve (“Fed”) sinalizando a intenção de desaceleração do aperto monetário, a China evoluindo no relaxamento das políticas contra a COVID-19 e redução da preocupação com a crise energética na Europa. Tais desdobramentos contribuíram para um desempenho positivo dos ativos de risco no mercado internacional, levando a um enfraquecimento do dólar e fortalecimento das bolsas em geral.**

**Já no âmbito doméstico (no Brasil), o mercado tem refletido as questões fiscais levantadas pelo próximo governo, o que tem causado grande volatilidade no mercado, principalmente nas taxas de juros.”**

### ECONOMIA INTERNACIONAL

Ao longo de novembro, o cenário macroeconômico se tornou mais benigno no âmbito externo em relação ao observado nos meses anteriores. Notamos avanços positivos nas 3 principais frentes de risco para a economia global, com o *Federal Reserve* (“Fed”) sinalizando a intenção de desaceleração do aperto monetário, a China evoluindo no relaxamento das políticas contra a COVID-19 e redução da preocupação com a crise energética na Europa. Tais desdobramentos contribuíram para um desempenho positivo dos ativos de risco no mercado internacional, levando a um enfraquecimento do dólar e fortalecimento das bolsas em geral.

Mais detalhadamente, nos Estados Unidos, os dirigentes do Fed sinalizaram a intenção de reduzir o ritmo de altas de juros de 75 bps nas últimas reuniões para 50 bps na próxima reunião de dezembro, amparados por um número de inflação mais benigno na leitura de outubro. O *Consumer Price Index* (“CPI”) apresentou uma desaceleração relevante na ponta, contando com uma melhora tanto nos preços de bens, refletindo a normalização das cadeias de ofertas globais, quanto nos preços de serviços, especialmente aluguel residencial, que possui um peso elevado na cesta de consumo e grande persistência. Essa melhora da inflação em conjunto com o discurso mais “*dovish*” do Fed aguçou os ânimos do mercado.

Por outro lado, os dados do mercado de trabalho continuam indicando uma economia aquecida. A demanda por trabalho segue muito acima da oferta, com 1,7 vagas abertas por desempregado. Isso tem pressionado os salários que apresentaram uma nova aceleração nesse último mês, elevando o risco inflacionário. Diante disso, o Fed tem sinalizado um avanço do ciclo de aperto monetário em território ainda mais contracionista, em linha com a nossa visão de taxa terminal em 5,00% à 5,25%.



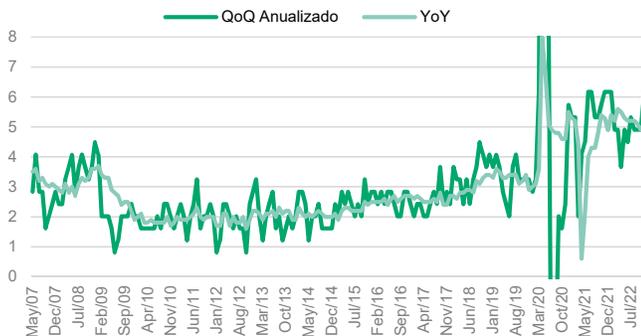
“O Fed tem sinalizado um avanço do ciclo de aperto monetário em território ainda mais contracionista, em linha com a nossa visão de taxa terminal em 5,00% à 5,25%.”

Gráfico 01  
DXY (US Dollar Index)



Fonte: Bloomberg. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 05 de dezembro de 2022.

Gráfico 02  
Salário Médio EUA



Fonte: Bloomberg. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 30 de novembro de 2022.

Paralelamente, os desdobramentos na China acerca do relaxamento da política de tolerância zero contra a Covid também têm contribuído para um sentimento positivo sobre os ativos de risco. Os protestos da população contra a rigidez do controle da pandemia levaram à aceleração do processo de relaxamento, apesar do aumento recente de casos. Além disso, o governo também está evoluindo nas medidas necessárias para a reabertura, como a ampliação da vacinação e expansão da capacidade hospitalar.

Outro fator positivo, especialmente para *commodities* e mercados emergentes, tem sido o suporte do governo chinês ao mercado imobiliário, que vem sofrendo um grande enfraquecimento, com as construtoras com dificuldade de financiamento e de entregar lançamentos. O governo tem se movimentado para amortecer esse impacto, com o PBOC (Banco Central chinês) dando suporte ao setor bancário para ajudar no financiamento das construtoras, além de ter cortado a taxa de compulsórios em 25 bps nesse último mês. A estabilização da atividade imobiliária e a reabertura devem impulsionar o crescimento chinês ao longo do ano que vem.

## ECONOMIA BRASILEIRA

Já no âmbito doméstico, o mercado tem refletido as questões fiscais levantadas pelo próximo governo, o que tem causado grande volatilidade no mercado, principalmente nas taxas de juros. A Proposta de Emenda Constitucional (“PEC”) de transição e a definição de Ministérios tem dominado as discussões no Brasil antes mesmo do governo assumir. Enquanto isso, o desenho do novo arcabouço fiscal e prováveis reformas serão tratados em uma etapa posterior, após a posse da nova administração. Embora nada esteja definido, notamos o viés mais desenvolvimentista desse próximo governo, com a participação mais ativa do setor público como estimulador de crescimento econômico. Nesse sentido, acreditamos que o resultado será um aumento de gastos, elevação de impostos – como compensação do aumento de gastos – maior pressão inflacionária e com a taxa de juros parada nos níveis atuais por um período prolongado. Diante disso, incorporamos essas mudanças em nossa revisão de cenário macroeconômico.

Em termos de atividade, visualizamos um crescimento do Produto Interno Bruto (“PIB”) de 3% esse ano, puxado principalmente pelo fortalecimento do setor de serviços, impulsionado pela reabertura, consumo do excesso de poupança e fortalecimento do mercado de trabalho. No entanto, para o ano que vem, esperamos uma leve recessão, com uma contração de PIB de 0,1% contando com a ação de forças opostas. Por um lado, o aumento de gastos do governo deve estimular nossa economia, além do desempenho positivo esperado do setor agrícola. Por outro lado, observaremos os efeitos do aperto monetário sobre o crédito, enfraquecendo o investimento e o consumo e, conseqüentemente,

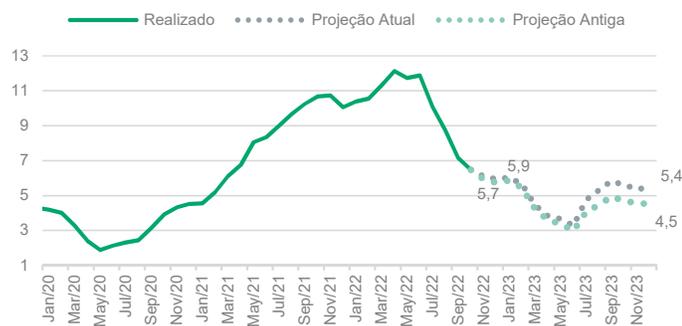


“Diante desse cenário de mais gastos e mais inflação, acreditamos que o Banco Central não terá espaço para reduzir a Selic no ano que vem.”

gerando uma deterioração do mercado de trabalho.

Apesar dessa grande desaceleração da atividade, a inflação não deve ceder de forma significativa. Projetamos para esse ano uma inflação de 5,9% e para o ano que vem elevamos nossa projeção de 4,9% para 5,4%. Tal persistência da inflação para 2023 vem principalmente da recomposição de alguns impostos para compensar parte da elevação de gastos do governo, além do efeito base em relação à queda de preços administrados desse ano. Além disso, um estímulo fiscal adicional sobre uma economia já aquecida deve elevar a pressão de demanda sobre os preços de serviços e de bens.

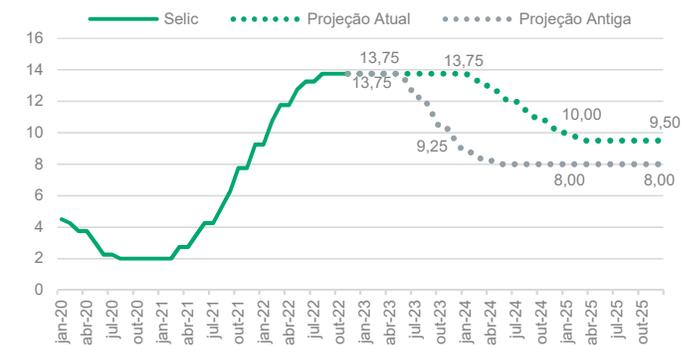
Gráfico 03  
IPCA (YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 30 de novembro de 2022.

Diante desse cenário de mais gastos e mais inflação, acreditamos que o Banco Central não terá espaço para reduzir a Selic no ano que vem, como esperávamos anteriormente. Isso, porque visualizamos uma desancoragem ainda maior das expectativas de inflação para 2024 e uma elevação da taxa real neutra devido à deterioração fiscal. Com isso, projetamos uma Selic de 13,75% ao final de 2023 e início de cortes apenas em janeiro de 2024. Os movimentos recentes das projeções do Focus têm caminhado nessa direção, já mostrando uma elevação da expectativa de Selic tanto para o final de 2023 quanto para 2024.

Gráfico 04  
Projeção Taxa Selic



Fonte e Elaboração: estimativas da BNPP AM Brasil. Data base: 30 de novembro de 2022.



Andressa Castro  
Economista-chefe



# RENDA FIXA E MULTIMERCADO

## COMPORTAMENTO DO MERCADO

A volatilidade contida ao longo do processo eleitoral foi exacerbada após o final do pleito, com recrudescimento do risco fiscal. Em consequência, os prêmios de risco nos ativos domésticos voltaram a patamares bastante elevados. Justo no momento em que os ventos externos melhoraram sensivelmente, frente ao alívio na inflação nos EUA, acarretando em um bom mês para os juros globais. Todos os índices de renda fixa ficaram em terreno negativo (destaques para IMA-B5+ com -1,18%; IMA-B com -0,79%, IMA-B5 com -0,33%) abaixo do CDI que acumulou 1,02% no mês.

## NOSSA VISÃO

O cenário externo foi positivo, com surpresa inflacionária benigna nos EUA, que aliviou bem a curva de juros por lá, acomodando os cenários de Fed funds terminal em torno de 5-5,25%. E, apesar do aumento de casos de Covid na China, iniciou-se um processo de afrouxamento das restrições, que sendo exequível, pode ter boas implicações para a economia global em 2023.

“Há um entendimento que será um governo pragmático, amplo (simbolizado na escolha de Alckmin para chefiar a transição) e, com pouca margem para erro”. Esse trecho da carta escrita por nós no mês passado, sintetiza a expectativa que tínhamos, juntamente com boa parcela do mercado, referente ao início do governo eleito. Os primeiros sinais não chancelaram essa visão, à medida que as escolhas e o discurso tem claramente pendido para a urgência de se aprovar gastos, com até o momento pouca ênfase no arcabouço fiscal a vigorar daqui para frente. No embate da PEC da transição, o governo pediu uma exceção ao teto de gastos muito além do necessário para acomodar as promessas de campanha, e por um prazo incompatível para quem pretende tratar seriamente e urgentemente nossos desafios fiscais. Essa era uma âncora extremamente importante para a precificação dos ativos. Com os sinais certos, o cenário que se sucederia seria de queda nos prêmios de riscos com achatamento da curva de juros, valorização do real, e fatalmente abriria espaço para o Banco Central do Brasil cortar a Selic rapidamente. Baseado nesse cenário, estávamos em processo de incrementar risco, nos vértices mais longos da curva.

Por ora acreditamos que a premissa que usávamos não é mais válida. A depender do impulso fiscal que se aprove para 2023, fica muito incerto a expectativa para a Selic. Possivelmente, o juro neutro será maior. Se os cenários vinham convergindo para cortes, a incerteza sobre o fiscal aumentou amplitude do que se pode projetar para os juros básicos, não sendo de todo descartável a possibilidade de altas nesse momento, embora, atribuamos baixa probabilidade.

Diante de tamanha reviravolta, optamos por reduzir o uso do risco e encurtamos o portfólio, adequando-se ao salto na volatilidade dos ativos. Os prêmios elevados podem refletir simplesmente incertezas maiores, como também ser prenúncio de uma deterioração mais estrutural. Neste momento, as lacunas são maiores que as informações que temos, de modo que parece precipitado confiar em hipóteses e formar grandes convicções.

## MOEDAS

O dólar se enfraqueceu acentuadamente contra as demais moedas, um movimento que teve dois grandes vetores: i) inflação mais amena nos EUA e, ii) início da reabertura da economia chinesa após longo período de *lockdown*. Neste contexto, o real apesar de continuar apresentando volatilidade alta, ficou relativamente estável em comparação com os demais ativos locais e apresentou grande *underperformance* comparado aos seus pares internacionais. A frustração inicial com o governo recém-eleito foi o gatilho para desalavancagem de posição. Diante do descolamento relevante da moeda *versus* nossos pares, optamos por operar taticamente vendendo dólar contra real ao longo do mês.

Michael Kusunoki  
Head Renda Fixa & Multimercados



# CRÉDITO PRIVADO

Em novembro o mercado de crédito privado manteve a mesma dinâmica dos meses anteriores no que diz respeito ao desempenho dos ativos. Os papéis indexados a CDI continuaram performando bem, com *spreads* ainda comprimidos, um efeito da boa demanda por estes ativos no mercado, no cenário de CDI elevado. Como temos ressaltado, a compressão nos *spreads* gera impacto positivo no curto prazo, mas implica num menor carregamento no médio a longo prazo. Por outro lado, os ativos indexados ao IPCA seguem com pouca atratividade, dado o desempenho mais fraco em termos relativos.

O mercado primário continuou pouco ativo no mês por conta das eleições, mas temos visto uma retomada das atividades para o último mês do ano. As emissões têm sido predominantemente de ativos indexados ao CDI, que tem sido bem demandados pelo mercado. Notamos também que o mercado continua buscando aumentar o carregamento de suas carteiras através da extensão dos prazos, o que é algo a ser monitorado nos próximos meses pois pode indicar mais volatilidade à frente.

Em relação as nossas estratégias, mantivemos para as carteiras CDI, foco na alocação em ativos do setor financeiro com prazos de 2 a 3 anos, principalmente nos nossos fundos abertos. Para os fundos exclusivos, sem tanta necessidade de liquidez, também temos aproveitado algumas oportunidades de bons emissores, não financeiros, para alocações em prazos mais longos, aproveitando a própria dinâmica de vencimentos da carteira.

Para nossa estratégia de infraestrutura, mantivemos a alocação em risco IPCA ao redor de 90% e *duration* superior ao IMA-B5, com menor alocação em títulos até 2025. Apesar do comportamento da curva de juros real ter sido mais negativo nos últimos seis meses, consideramos que esta estratégia é vencedora em horizontes de investimentos mais longos. Vale lembrar que a abertura dos *spreads* tem como efeito secundário positivo a melhora do carregamento da carteira.

De modo geral, nossa postura conservadora se justifica pelos riscos que vemos pela frente, entre eles: os desafios do novo governo, o aperto monetário nos mercados desenvolvidos, a inflação e a continuidade dos choques recessivos e inflacionários originados pelo conflito na Ucrânia e pela estratégia de covid-zero na China.

Apesar destas incertezas que podem trazer certa volatilidade, mantemos uma visão otimista para o mercado de crédito privado, com ativos indexados ao CDI se mantendo atrativos por conta do ciclo monetário com a Selic na casa dos 13,75%, cenário este que deverá permanecer por tempo longo o suficiente para que as expectativas de inflação se tornem mais alinhadas com a meta do Banco Central.

Reforçamos a recomendação de investimento no nosso fundo de Debêntures Incentivadas como opção otimizada às alocações em IMAB-5, disponível tanto para investidores pessoa física como institucionais.



Fábio Oliveira  
Head de Crédito Privado

# RENDA VARIÁVEL

Novembro continuou com uma tendência positiva para os ativos globais. Principalmente pela expectativa da redução do ritmo do aumento de juros pelo Banco Central norte-americano, dado o número de inflação mais controlado ao longo do mês anterior. Deste modo o S&P fechou o mês subindo 5,38%, movimento que foi acompanhado pelos principais indicadores globais do mundo com o Euro Stoxx subindo 9,60% e o MSCI World subindo 6,80%.

Essa maior de propensão ao risco global, adicionado a notícias positivas com relação as restrições do Covid Zero na China, criando perspectivas de maior demanda vindo desse país, levaram os mercados emergentes a apresentar forte performance no mês, com o MSCI Emerging Markets subindo 14,64%. O grande destaque do mês foi a bolsa chinesa com alta de 26,62% (Hang Seng Index). O impacto da mudança de política de enfrentamento do Covid na China também afetou o mercado de *commodities* fazendo com que o minério de ferro fechasse o mês com alta de 18,68%.

Porém, o mercado local foi na contramão do global. O ruído político com relação a PEC de transição e, principalmente, a percepção de um governo expansionista em gastos fez eclodir novamente a dúvida da manutenção do rigor fiscal. Com o fim do teto de gastos, que serve como âncora fiscal do país, houve uma abertura da curva de juros de longo prazo e um *rally* de venda dos ativos de risco. Desta maneira tivemos o índice Ibovespa fechando o mês em queda de 3,06% que foi acentuada pela forte performance das empresas de Materiais Básicos que representam perto de 20% da composição do Ibovespa. Já o índice *Small Caps* fechou o mês em queda de 11,23%, refletindo bem o sentimento de aversão à risco do mercado.

Como mencionado nas nossas cartas anteriormente, não vemos o cenário de *bull market* em bolsa brasileira. De forma simplificada, esse movimento acontece quando temos um movimento de fechamento de juros real ou temos uma atividade estruturalmente positiva. Dados os ruídos recentes em relação ao fiscal, a compressão de juros real de forma significativa ficou ainda mais nebulosa. E, não vemos a atividade crescente de forma significativa para o próximo ano.

Dito isso, revisitamos o período de 2010 à 2016 da bolsa brasileira. E quais foram as conclusões que tiramos desse período?

1) Nosso processo de investimento está condizente com o período desafiador. As empresas que entregaram melhores resultados no horizonte mais longo foram as chamadas crescimento com qualidade. Entregaram resultados crescente e consistente independente das crises de atividade brasileira e grandes oscilações de inflação e juros.

2) O ambiente macro surpreendeu – forte desvalorização cambial no período contribuiu para a performance das empresas exportadoras.

3) Evitar empresas que tem alta alavancagem. Essas foram empresas que acabaram contribuindo negativamente para a performance do índice. Ou empresas que deixaram de existir ou empresas com alta alavancagem.

Continuamos com a cabeça de que os atuais níveis de taxa de desconto são extremamente atrativos para investidores de longo prazo. Nos parece um “carrego” atrativo, porém acreditamos que a volatilidade será constante nos próximos anos. Isso posto, nosso processo de investimento parece robusto para enfrentar esse momento mais turbulento de mercado quando analisamos horizontes maiores e olhamos o passado.

Sendo que o nosso portfólio está dividido em qualidade com crescimento e ativos que são mais defensivos. De forma a reduzir a volatilidade do nosso portfólio dada as incertezas fiscais para frente.



Marcos Kawakami  
Head Renda Variável

# FUNDO DE FUNDOS

Novembro trouxe um tremendo descolamento de narrativas e consequentemente preços entre ativos internacionais e locais. Se por um lado, o primeiro grupo experimentou fortes altas a partir da combinação de afrouxamento das condições monetárias norte-americanas e das políticas de restrições chinesas à COVID-19, o segundo grupo passou por forte deterioração pós eleição conforme o novo governo foi na direção de forte expansão fiscal sem contrapartidas, além da aparição de nomes que participaram das políticas econômicas fracassadas da década passada.

A mudança de tom do *Federal Reserve*, sinalizando redução do ritmo de aperto monetário já na reunião de dezembro, sustentado por dados favoráveis de inflação animou os mercados. O S&P 500 e Nasdaq tiveram sólidas altas, junto ao enfraquecimento do dólar e fechamento da curva de juros. Os sinais de afrouxamento das restrições na China impulsionaram também os preços de *commodities*, tendo o minério de ferro performado quase 20% no mês.

O Brasil infelizmente não participou deste mercado ascendente. Os primeiros dias pós eleição trouxeram falsa impressão que os ativos engatariam uma tendência de alta até que as sinalizações de não haver um arcabouço fiscal crível e factível, com diversos ataques às medidas de controle do endividamento e nomes associados a políticas econômicas desastrosas do passado fossem expressados com convicção nos mais diversos fóruns. O mercado reagiu com veemência, tendo a curva de juros – até então das mais adiantadas do mundo em proximidade de queda de juros – não apenas retirado as quedas, mas embutido novas altas. O índice Ibovespa caiu 3,06% por conta da forte apreciação das *commodities*, porém o índice *Small Caps* derreteu 11,23%, por conta de uma possível visão pessimista em relação ao ciclo econômico dos próximos anos. Empresas domésticas foram reprecificadas para um cenário de maior inflação, juros, prêmio de risco e políticas distributivas pouco eficientes que já desarranjaram uma vez o país.

Nossas carteiras produziram retornos negativos neste mês. Na parcela de renda variável, diversos fundos experimentaram quedas bastante superiores ao Ibovespa justamente por esse descolamento entre ativos domésticos em forte queda e *commodities* em forte alta. Nos fundos multimercado, o posicionamento tão bem-sucedido ‘pró inflação global’ até aqui, de captura de alta das taxas de juros e queda das bolsas, somado ao otimismo que começou a aparecer nos livros com ativos domésticos, detraiu. Os ativos internacionais performaram bem e os locais performaram mal, ao contrário do que vínhamos vendo recentemente. Todavia, estas posições, sobretudo internacionais, se mantêm ativas, já que os gestores dos nossos portfólios ainda esperam por apertos monetários adicionais nas economias centrais.

Já nas carteiras que possuem *benchmarks* compostos, seguimos com uma alocação menor nos Ativos Internacionais, novamente com retornos positivos. Apesar da *underperformance* no mês, o resultado é bastante positivo no ano e seguimos acreditando que existam questões inflacionárias e geopolíticas que limitam o nosso apetite para essa classe nesse momento, além de ventos favoráveis ao câmbio em um cenário de juros elevados por mais tempo. Na renda variável local, estivemos sub alocados com as quedas vistas no período, com muitas dúvidas da capacidade desses ativos entregarem retornos na nova configuração do mercado. Apesar de tudo, não alteramos a alocação nas carteiras, mantendo a proporção de fundos multimercado, alocações reduzidas em renda variável local e internacional para mandatos que preveem estes ativos. A questão agora é entender se os acontecimentos de novembro serão a nova normalidade do mercado, ou se configuram um evento de calda a partir do qual o novo governo conduzirá de forma diferente as questões fiscais que tanto mexem com o mercado.



Tiago Bellodi Costa Cesar  
Head Fundo de Fundos



# ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Novembro	1,02%	-0,66%	-0,06%	-0,79%	-0,33%	0,71%	-3,06%	-3,11%	-11,23%
2022	11,12%	7,24%	8,82%	6,58%	8,76%	-5,13%	7,31%	6,82%	-12,42%
12 meses	11,97%	9,26%	9,76%	6,82%	9,62%	-5,80%	10,37%	10,17%	-9,10%

## DISCLAIMER

Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas “BNP Paribas” e tem fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta ou recomendação de investimento ou desinvestimento. O BNP Paribas é uma instituição financeira regularmente constituída, com seu funcionamento devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para Administrar fundos de investimento. Apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, o BNP Paribas não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem sofrer mudanças a qualquer momento sem aviso prévio. Esse material não caracteriza nenhuma oferta de investimento. Antes de qualquer decisão de investimento, é obrigatório certificar-se sobre o seu perfil de risco X perfil de risco do produto pretendido, nos termos da regulamentação em vigor. Esse documento contém informações e declarações prospectivas referentes ao BNP Paribas e ao mercado em geral. Essas declarações não constituem fatos históricos e abrangem projeções financeiras e estimativas, bem como hipóteses sobre as quais estão baseadas declarações relativas a projetos, objetivos e expectativas relacionadas às operações, produtos e serviços futuros ou performances futuras. Essas declarações prospectivas podem ser identificadas pelas palavras «esperar», «antecipar», «acreditar», «planejar» ou «estimar», bem como por outros termos similares; Informações e opiniões contidas neste documento foram obtidas de fontes públicas por nós consideradas confiáveis, porém nenhuma garantia, explícita ou implícita, é assegurada de que as informações são acuradas ou completas, e em hipótese alguma podemos garantir a sua ocorrência. O BNP Paribas não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Este documento foi produzido para uso exclusivo do seu destinatário, não podendo ser reproduzido, ao todo ou em parte, sem prévio consentimento do BNP Paribas. Caso V.Sa. não seja o destinatário pretendido, qualquer divulgação, cópia, distribuição ou qualquer ação conduzida ou omitida para que se baseie nisso, é proibida e pode ser considerada ilegal. O BNP Paribas não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7715999 ou através do e-mail: ouvidoria@br.bnpparibas.com – O horário de funcionamento da Ouvidoria é de segunda-feira à sexta-feira, das 9h às 18h. Acesse: bnpparibas-am.com.br. MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, Dezembro/2022.



JMM 103.2022